

PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/36767>

Please be advised that this information was generated on 2017-12-06 and may be subject to change.

Ondernemingsrecht, Uitbesteding door vermogensbeheerders

Ondernemingsrecht (ONDR), incl. NV en TVVS, Ondernemingsrecht 2005, 105, Uitbesteding door vermogensbeheerders

Ondernemingsrecht, Uitbesteding door vermogensbeheerders

Vindplaats: Ondernemingsrecht 2005, 105 Bijgewerkt tot: 23-06-2005

Auteur: Prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, Prof. mr. R.H. Maatman[1]

Uitbesteding door vermogensbeheerders

Uitbesteding leidt tot 'agency-effecten' en 'costs of monitoring'. De vermogensbeheerder die (nagenoeg) alle kerntaken uitbesteedt creëert risico's; voor zichzelf, zijn bestuurders, zijn opdrachtgevers en mogelijk ook voor de toezichthouder.

1 Inleiding

In deze bijdrage staat centraal de uitbesteding aan en door financiële instellingen, in het bijzonder vermogensbeheerders. Onder vermogensbeheerders rekenen wij in dit artikel ook beleggingsinstellingen, pensioenfondsen en - onder omstandigheden - verzekeraars. De verschijningsvormen en de reikwijdte van uitbesteding ('outsourcing') nemen toe, in alle voorkomende sectoren van economische activiteit. Het komt voor dat vermogensbeheerders nagenoeg alle (kern)taken uitbesteden, doch vaak blijft de uitbesteding beperkt tot administratieve taken, klantcontacten, uitvoering van (een deel van) het beleggingsbeleid of bewaaractiviteiten.[2] Meestal liggen kostenoverwegingen, specialisatie en flexibiliteit ten grondslag aan het besluit tot uitbesteding.[3] Die kunnen de vermogensbeheerder en zijn opdrachtgevers tot voordeel strekken, maar zij brengen ook risico's met zich mee. Wij behandelen het onderwerp als volgt. Eerst gaan wij in op vermogensbeheer als overeenkomst van opdracht en op de zogenoemde agency-effecten. Wij besteden aandacht aan de belangentegenstellingen die inherent zijn aan de verhouding tussen de opdrachtgever en de vermogensbeheerder (de opdrachtnemer). Vervolgens inventariseren wij de voor- en nadelen van uitbesteding. Wij geven onder meer een overzicht van uitbestedingsrisico's en bespreken de gevolgen daarvan voor de dienstverlening van vermogensbeheerders. De bestuurlijke verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid voor het functioneren van de vermogensbeheerder komen aan de orde. Daarna bespreken wij de gevolgen voor het toezicht respectievelijk de toezichthouders. Wij sluiten af met een samenvatting en enkele conclusies.

2 Terminologie

In dit artikel wordt de cliënt van de vermogensbeheerder door ons als regel aangeduid met 'opdrachtgever'. De vermogensbeheerder wordt door ons ook 'opdrachtnemer' genoemd. Degene aan wie de vermogensbeheerder taken uitbesteedt wordt door ons aangemerkt als onderopdrachtnemer. Die kan op zijn beurt taken uitbesteden aan een 'onderonderopdrachtnemer'.

3 Vermogensbeheer, opdracht en lastgeving

De vermogensbeheerder is verplicht om de hem toevertrouwde middelen te beleggen en te beheren. Die verplichting vloeit voort uit de rechtsverhouding tussen de vermogensbeheerder en diens opdrachtgever. De overeenkomst tussen de opdrachtgever en de vermogensbeheerder heeft de kenmerken van een overeenkomst van opdracht in de zin van art. 7:400 BW en in de regel (deels) ook van een overeenkomst van lastgeving. Lastgeving is een gekwalificeerde overeenkomst van opdracht. Op lastgeving zijn, voorzover uit de wet niet anders voortvloeit, zowel de bepalingen van de opdracht (art. 7:400-413 BW) als de voor

lastgeving geschreven art. 7:415-423 BW van toepassing. Ingevolge de schakelbepaling van art. 7:424 BW zijn de lastgevingsbepalingen bovendien in beginsel van toepassing op andere overeenkomsten dan lastgeving krachtens welke de ene partij voor rekening van een ander rechtshandelingen verricht. Of een opdracht tot vermogensbeheer kan worden aangemerkt als opdracht in de zin van art. 7:400 BW en/of lastgeving in de zin van art. 7:414 BW, lijkt overigens van beperkt belang. Ook indien dit niet het geval is zullen deze bepalingen zich in veel gevallen voor analogische toepassing lenen.[4]

De opdracht kan besloten liggen in een overeenkomst tot individueel vermogensbeheer, in een overeenkomst tot collectief vermogensbeheer (de aanvaarding van de voorwaarden van een beleggingsinstelling), een verzekeringsovereenkomst met unit-linked uitkeringsclausule of een pensioenovereenkomst.[5] De overeenkomst brengt mee dat de vermogensbeheerder als opdrachtnemer voor rekening van de opdrachtgever feitelijke handelingen en rechtshandelingen moet verrichten. Deze bestaan uit aan- en verkopen van effecten ('trading'), zorgdragen voor de daaruit voortvloeiende levering en betaling ('clearing & settlement') en rechtshandelingen die samenhangen met het beheer van beleggingen, zoals de verhuur van onroerend goed, de incasso van huurpenningen, het innen van rente en dividenden, de uitoefening van zeggenschapsrechten verbonden aan beleggingen en de tijdige liquidatie van beleggingen. De zorgplicht die een vermogensbeheerder op grond van art. 25 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 ('NRgt 2002') in acht moet nemen kan worden beschouwd als een verbijzondering van de voor een opdrachtnemer geldende verplichting om bij zijn werkzaamheden te handelen als een goed opdrachtnemer (art. 7:401 BW).[6]

Art. 25 NRgt 2002 luidt:

'Een effecteninstelling handelt in het belang van haar cliënten, geeft bij de uitvoering van de opdrachten van haar cliënten voorrang aan de belangen van cliënten boven haar eigen belang en onthoudt zich van handelingen die de adequate functionering van de effectenmarkten of het vertrouwen van beleggers daarin kunnen schaden.'

4 Fiduciaire verhoudingen en 'agency'

De vermogensbeheerder verricht zijn activiteiten in economische zin niet voor zichzelf, maar voor zijn opdrachtgevers. Soms is er sprake van een handelen in naam en voor rekening van de opdrachtgever (individueel vermogensbeheer), soms van een handelen in naam van een tussenpersoon (bijvoorbeeld een beleggingsinstelling) waarbij de participanten in de beleggingsinstelling hebben te gelden als opdrachtgevers c.q. de economisch belanghebbenden. Mogelijk is ook dat de vermogensbeheerder in eigen naam handelt, doch voor rekening van anderen. Het zelfadministrerend pensioenfonds is een voorbeeld daarvan.[7]

Dergelijke verhoudingen worden in de economische literatuur aangeduid als agency-relaties.[8] Die aanduiding roept associaties op met 'middellijke vertegenwoordiging'. De vermogensbeheerder handelt als middellijk vertegenwoordiger (agent) in eigen naam, maar ten behoeve van de opdrachtgevers. Er is een scheiding tussen degene die rechtens handelt en de economisch belanghebbenden.[9] In veel gevallen heeft de middellijke vertegenwoordigingsverhouding een fiduciair of trustachtig karakter. Aan de vermogensbeheerder wordt vermogen toevertrouwd met de opdracht een bepaalde beleggingsdoelstelling te realiseren.

Een agency- of middellijke vertegenwoordigingsverhouding kan aanleiding geven tot belangenverstrengeling en belangentegenstellingen tussen de agent (middellijk vertegenwoordiger) en de opdrachtgever. In de economische literatuur spreekt men van agency-effecten.

In de wettelijke regeling van de overeenkomst van opdracht (titel 7.7 BW) zijn diverse bepalingen opgenomen die van belang zijn voor middellijke vertegenwoordigingsverhoudingen. Uit deze bepalingen blijkt dat de wetgever de volgende

agency-effecten onderkent:

- de agent dient andere belangen dan uitsluitend het belang van zijn opdrachtgever;
- de agent mist de deskundigheid of vaardigheid om de opdracht goed uit te voeren;
- de agent schiet tekort in rekening en verantwoording;
- de agent bevoordeelt zichzelf door *Selbsteintritt* - denk aan de vermogensbeheerder die de aandelen van zijn opdrachtgever aan zichzelf verkoopt;
- de agent dient twee (of meer) heren - met het risico dat één van de twee wordt benadeeld;
- 'overige' belangenconflicten.

Belangentegenstellingen kunnen leiden tot benadeling van de opdrachtgever. Die vindt in veel gevallen een voedingsbodem in een informatievoorsprong van de vermogensbeheerder. Financiële producten zijn vaak complex en het aanbod en de diversiteit zijn groot. De vermogensbeheerder is beter dan de opdrachtgever in staat om de aan die producten verbonden risico's te beoordelen; er is sprake van 'informatieasymmetrie'. Enerzijds ontleent de vermogensbeheerder daaraan zijn bestaansrecht. Zijn kennis stelt hem in staat producten en diensten te leveren die aansluiten bij de behoeften van de opdrachtgever doch die deze op eigen kracht niet kan ontwikkelen. Anderzijds heeft de vermogensbeheerder de gelegenheid om informatie achter te houden. Hierdoor is hij in staat *misbruik* te maken van de macht over het vermogen van zijn opdrachtgever.[10]

In de financiële toezichtwetgeving wordt veel aandacht besteed aan het gevaar van belangenconflicten bij vermogensbeheer. De manier waarop varieert. Men ziet enerzijds een 'principle-based' benadering in fiduciaire verhoudingen, tot uitdrukking komend in (min of meer abstract geformuleerde) zorgvuldigheids- en loyaliteitsnormen.[11] Anderzijds is er sprake van gedetailleerde 'rule based' regelgeving, zoals bijvoorbeeld de NRgt 2002. Soms wordt expliciet gewezen op het belangenconflict, vergelijk bijvoorbeeld art. 13 lid 3 Richtlijn nr. 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten:

'Een beleggingsonderneming treft en handhaaft doeltreffende organisatorische en administratieve regelingen om alle redelijke maatregelen te kunnen nemen teneinde te voorkomen dat belangenconflicten als omschreven in artikel 18 de belangen van cliënten schaden.'

Het hiervoor geciteerde art. 25 NRgt 2002 is een voorbeeld van een bepaling waarin het achterliggende probleem - het belangenconflict - impliciet wordt aangeduid. Met de daaropvolgende artikelen wordt beoogd dat probleem te beheersen.[12]

De hiervoor bedoelde gedragsregels zijn op zichzelf genomen nuttig, maar zij kunnen niet altijd verhinderen dat een vermogensbeheerder (de agent) misbruik maakt van zijn positie. Bovendien moet worden bedacht dat dergelijke regels kosten genereren. De regels moeten worden ontwikkeld, worden vastgelegd in contracten en toezichtwetgeving, en er moet worden toegezien op naleving. In de economische literatuur wordt dan ook gesproken over 'costs of monitoring' als onderdeel van de agency-effecten.

De met het toezicht gemoeide kosten zijn aanzienlijk.[13] Zowel voor de opdrachtgever (die niet blind wil varen op zijn vermogensbeheerder); voor de vermogensbeheerder (die zijn verplichtingen getrouw wil nakomen en juridische aansprakelijkheid wil voorkomen) als voor de toezichthouders (AFM en DNB). De opkomst van de compliance-functie is hiervan een gevolg; de noodzaak om toe te zien op de naleving van contractuele en wettelijke verplichtingen.[14]

Schending van de verplichtingen door een vermogensbeheerder leidt bovendien tot hoge maatschappelijke kosten in de vorm van rechtsbedeling. Denk aan de vele juridische procedures die worden gevoerd over de schending van de zorgplicht door een vermogensbeheerder, met als voorlopig hoogtepunt de verwijten die worden gemaakt in het kader van effectenlease.[15]

5 Gestapelde uitbesteding

Uitbesteding is inherent aan vermogensbeheer. De opdrachtgever die met een vermogensbeheerder een overeenkomst sluit, besteedt het beheer van zijn vermogen uit aan een ander. Hierdoor ontstaat een agency-verhouding. Het komt frequent voor dat de vermogensbeheerder op zijn beurt bepaalde taken uitbesteedt aan een onderopdrachtnemer (een dienstverlener). Voorbeelden zijn de beleggingsinstelling of de verzekeraar die beleggingsfondsen 'inkoopt' bij een derde ('white labelling'), het pensioenfonds dat een 'mandaat' verstrekt aan een vermogensbeheerder, al dan niet met tussenkomst van een door het pensioenfonds 'ingehuurde' managementorganisatie (die zelf óók een vermogensbeheerder is).

Het begrip 'uitbesteding' wordt door DNB gedefinieerd als het door andere entiteiten (...) op structurele basis laten leveren van diensten, goederen of faciliteiten die deel uitmaken van de met het leveren van de verzekeringsdienst respectievelijk met de uitvoering van de pensioenregeling(en) samenhangende of daaraan ondersteuning verlenende bedrijfsprocessen. Het inkopen van diensten, goederen of faciliteiten, waarbij het gaat om gestandaardiseerde producten of waarbij de dienstverlener geen informatie over de verzekeraar respectievelijk het pensioenfonds krijgt, wordt niet begrepen onder het begrip 'uitbesteding'. [16]

Aan uitbesteding kunnen verschillende beweegredenen ten grondslag liggen:

- uitbesteding geeft flexibiliteit; het is eenvoudiger een contract te sluiten en te beëindigen dan een eigen werkorganisatie in te richten en - indien dat nodig mocht zijn - te ontmantelen;
- met uitbesteding kunnen schaalvoordelen worden behaald, zoals kostenreductie en grotere efficiency;
- uitbesteding (in plaats van 'zelf doen') verhoogt de marktwerking; de vermogensbeheerder of onderopdrachtnemer staat bloot aan de 'tucht van de markt'; dit kan zowel bijdragen aan betere prestaties als aan een objectieve beoordeling daarvan;
- beleggingsexpertise is een schaars goed. Uitbesteding verschaft toegang tot kennis en vaardigheden die op eigen kracht niet kunnen worden verworven of behouden;
- de opdrachtgever kan zich concentreren op essentiële taken en verantwoordelijkheden; hij hoeft zich (anders dan op hoofdlijnen) niet te bekommeren om personeelsbeleid, automatiseringsperikelen en klantcontacten. [17]

Bij deze tendens tot uitbesteding kunnen kanttekeningen worden geplaatst. Als een vermogensbeheerder één of meer onderopdrachtnemers contracteert, worden de 'agency-verhoudingen' als het ware gestapeld. De dienstverlener handelt als subagent of subtrustee. Er ontstaat een subagency-verhouding die additionele agency-effecten met zich brengt. De in de vorige paragraaf gesignaleerde belangenconflicten komen evenzeer in de subagency-verhouding tot uiting. Ook op die verhouding is goed toezicht noodzakelijk. Gestapelde 'agency-verhoudingen' leiden tot een cumulatie van 'costs of monitoring'. Voorts rijst de vraag of de risico's die gepaard gaan met uitbesteding, in voldoende mate worden onderkend en of er toereikende maatregelen worden getroffen ter beheersing daarvan. Om die vraag te kunnen beantwoorden dienen de uitbestedingsrisico's te worden geïnventariseerd.

6 Joint Forum: uitbestedingsrisico's

Toezichthouders op financiële instellingen hebben grote belangstelling voor de risico's die inherent zijn aan uitbesteding. [18] De AFM beschouwt uitbesteding als een significante wijziging van de administratieve organisatie en interne controle ('ao/ic') in de zin van art. 24 lid 3 NRgt 2002. De effecteninstelling moet deze melden aan de AFM. [19] Ook internationaal groeit de aandacht. [20] Het Joint Forum is een samenwerkingsverband van internationale toezichthouders: het Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), de International Organization of Securities Commissions (IOSCO) en the International Association of Insurance Supervisors (IAIS). Het Joint Forum heeft in februari 2005 een nota

'Outsourcing in Financial Services' opgesteld, om financiële instellingen en toezichthouders inzicht te bieden in de risico's van uitbesteding en de mogelijkheden tot beheersing daarvan.[21]

Uit de nota blijkt dat uitbesteding aanleiding geeft tot zorgen:

- Hoe houdt de financiële instelling controle over zijn ondernemingsactiviteit en hoe kan zij haar bedrijfsrisico's blijven beheersen?
- Hoe weet de financiële instelling dat zij in overeenstemming handelt met de eisen die aan haar worden gesteld, onder andere uit hoofde van financieel toezicht?
- Hoe kunnen financiële instellingen aan hun toezichthouders aannemelijk maken dat ze aan de gestelde eisen voldoen?

Met het oog op deze vragen heeft het Joint Forum een aantal 'Guiding Principles' geformuleerd met betrekking tot uitbesteding. Daarin komt tot uitdrukking dat de financiële instelling een 'outsourcing policy' dient op te stellen. Uit dat beleid moet volgen welke activiteiten op welke wijze kunnen worden uitbesteed. De financiële instelling dient de risico's te beheersen die gepaard gaan met uitbesteding; daartoe dient een 'outsourcing risk management program' te worden opgesteld. De uitbesteding mag geen afbreuk doen aan het vermogen van de financiële instelling om aan haar verplichtingen te voldoen jegens opdrachtgevers en toezichthouders. De uitbesteding mag geen drempel vormen voor effectief toezicht.

De financiële instelling is verantwoordelijk voor een zorgvuldige selectie ('due diligence') van de dienstverlener aan wie hij taken uitbesteedt. Aan de uitbesteding dient een schriftelijke overeenkomst ten grondslag te liggen waarin de rechten, verantwoordelijkheden en verwachtingen die partijen over en weer hebben, worden beschreven. De financiële instelling en de dienstverlener behoren voorzieningen te treffen en te onderhouden voor het geval onheil zich voltrekt. De financiële instelling dient geschikte voorzieningen te treffen teneinde te waarborgen dat de dienstverlener vertrouwelijke informatie niet onbevoegd ter beschikking stelt aan derden. Toezichthouders moeten zorg dragen dat de uitbestede activiteiten integraal worden betrokken bij hun beoordeling van de financiële instelling; zij dienen zich bewust te zijn van de risico's die gepaard gaan met de concentratie van bepaalde diensten bij een beperkt aantal dienstverleners.

Het Joint Forum onderscheidt een aantal Key Risks of Outsourcing:

1 Strategic Risk

- De dienstverlener verricht de activiteiten met het oog op zijn eigen doelstellingen welke niet verenigbaar zijn met de strategische doelstellingen van de financiële instelling.
- Er wordt onvoldoende toezicht gehouden op de activiteiten van de dienstverlener.
- De deskundigheid ontbreekt om voldoende toezicht te houden op de dienstverlener.

2 Reputation Risk

- De kwaliteit van de dienstverlening is ontoereikend.
- Relatiebeheer (consumentenbetrekkingen) beantwoordt niet aan de eisen van de financiële instelling.
- De praktijken van de dienstverlener stemmen niet overeen met de ethische (of andere) standaarden van de financiële instelling.

3 Compliance Risk

- Privacywetgeving waaraan de financiële instelling is onderworpen wordt niet geëerbiedigd.
- Er wordt niet gehandeld in overeenstemming met eisen die voortvloeien uit consumentenbescherming en andere zorgvuldigheidseisen.
- De dienstverlener beschikt niet over een toereikende administratieve organisatie en interne controle (ao/ic).

4 Operational Risk

- Bij de dienstverlener kan sprake zijn van technologische gebreken en van ontoereikende

financiële middelen om aan zijn verplichtingen te kunnen voldoen.

- Fraude- en foutenrisico's worden mogelijk niet tijdig onderkend.
- Er is een risico dat inspectie of onderzoek (in de organisatie van de dienstverlener) als te complex of te kostbaar wordt ervaren.

5 Exit Strategy Risk

- Er is een risico dat de financiële instelling niet beschikt over een exitstrategie; de dienstverlening niet kan beëindigen omdat zij te zeer afhankelijk is van één dienstverlener, zij zelf niet meer beschikt over toereikende vaardigheden om de uitbestede activiteit zelf uit te voeren dan wel daartoe niet op korte termijn in staat is vanwege een hoge contractueel verschuldigde beëindigingsvergoeding.
- Er kan sprake zijn van een onvermogen van de financiële instelling om de dienstverlening te beëindigen aangezien zij in haar vestigingsland niet de beschikking heeft over het daarvoor vereiste personeel of de noodzakelijke intellectuele vaardigheden.

6 Counterparty Risk

- Het risico bestaat dat wederpartijen onvoldoende worden beoordeeld, onder meer ten aanzien van kredietrisico's.
- Onvoldoende bewaking van debiteurenportefeuille en teruglopende kwaliteit van de vorderingen behoren eveneens tot de risico's.

7 Country Risk

- Politiek, sociaal en juridisch klimaat kunnen additioneel risico genereren; zij kunnen afbreuk doen aan de mogelijkheden om continuïteit van de dienstverlening te waarborgen.

8 Contractual Risk

- Mogelijkheden om nakoming af te dwingen zijn vaak niet realistisch.
- De keuze van het toepasselijk recht kan een additionele drempel vormen.

9 Access Risk (toegang tot informatie)

- Uitbesteding doet afbreuk aan het vermogen van de instelling om tijdig informatie te verstrekken aan de toezichthouder.
- Zij bemoeilijkt voorts het zicht op en het begrip van de uitbestede activiteiten door de toezichthouder.

10 Concentration and Systemic Risk

- Er is sprake van concentratierisico als een bedrijfstak in hoge mate afhankelijk is van één of enkele dienstverleners.
- Daarmee hangt samen dat de individuele instellingen ontoereikende invloed kunnen uitoefenen op de dienstverlener.
- Dit leidt voorts tot systeemrisico voor de gehele bedrijfstak (het risico dat het 'falen' of de ondergang van één dienstverlener een keten van 'tuimelingen' veroorzaakt).

7 Verantwoordelijkheid/professionaliteit/deskundigheid

In het licht van de hiervoor geïnventariseerde risico's rijst de vraag of een vermogensbeheerder die (nagenoeg) alle activiteiten uitbesteedt, verantwoordelijkheid kan blijven dragen voor de diensten die hij aanbiedt. Hoe verhoudt verantwoordelijkheid zich tot aansprakelijkheid? En is effectief toezicht mogelijk op een onderopdrachtnemer die een groot deel van zijn activiteiten heeft uitbesteed?

Beleggingsinstellingen, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen hebben in veel gevallen te gelden als professionele partijen op de financiële markten, net als andere vermogensbeheerders die beroeps- of bedrijfsmatig handelen of beleggen in effecten.

Beleggingsinstellingen en effecteninstellingen worden in het effectenrecht zonder meer aangeduid als professionele partijen. Bij verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen wordt de grens gelegd bij een belegd vermogen van € 25 mln. of meer. Dat is een grens die al gauw wordt overschreden. De meeste verzekeraars en pensioenfondsen zijn derhalve door 'wetsduiding' professionele partijen.[22]

Een professionele marktpartij geniet minder bescherming dan een 'gewone' belegger.[23] Wederpartijen op financiële markten - andere financiële instellingen - hebben ten opzichte van een professional een minder verstrekende zorgplicht. De professional wordt geacht voor zichzelf te zorgen; hij moet zélf voldoende inzicht hebben om het risicoprofiel te beoordelen van producten en instrumenten die hem worden aangeboden.[24]

De Richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (Richtlijn nr. 2004/39/EG) brengt dit tot uitdrukking. Daarin worden onder meer beleggingsinstellingen, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen aangemerkt als 'professionele cliënten op het gebied van beleggingsdiensten en -activiteiten'. Zij genieten in beginsel een lager 'beschermingsniveau'.[25]

Professionaliteit schept verwachtingen en verplichtingen. Een professionele partij moet in staat zijn die in te lossen. Het bestuur van de vermogensbeheerder is verantwoordelijk voor professioneel, deskundig handelen van de vermogensbeheerder ten opzichte van zijn opdrachtgevers. Uitbesteding van taken tast die verantwoordelijkheid niet aan.[26]

De professionaliteit van de vermogensbeheerder werkt uit in twee richtingen.

De vermogensbeheerder is enerzijds een dienstverlener van zijn opdrachtgevers. In die hoedanigheid zal de vermogensbeheerder moeten voldoen aan de eisen die aan een goed vermogensbeheerder - opdrachtnemer - worden gesteld. Denk bijvoorbeeld aan eisen ten aanzien van deugdelijke informatievoorziening, deskundige, betrouwbare en zorgvuldige belangenbehartiging en bescherming tegen insolventie.[27]

Anderzijds heeft de vermogensbeheerder, in geval van uitbesteding, ook zélf de hoedanigheid van opdrachtgever. De vermogensbeheerder zal zijn dienstverlening - met inbegrip van de uitbestede activiteiten - zo moeten organiseren dat zijn opdrachtgevers de - professionele - prestaties krijgen die zij op grond van hun contractuele relatie mogen verwachten.

Dit stelt eisen aan de wijze waarop de vermogensbeheerder zijn organisatie inricht en aan de ondernemingsleiding van de vermogensbeheerder. Die zal zich bewust moeten zijn van toezichtrechtelijke eisen op het gebied van vermogensbeheer, erop moeten toezien dat die eisen worden ingebed in de ao/ic en worden nageleefd. Bestuurders moeten afwegingen en analyses van vakexperts kunnen doorgronden en kritische vragen kunnen stellen op het gebied van asset liability management en op beleggingstechnisch gebied. Zij moeten beschikken over het inzicht om verantwoorde beslissingen te nemen en zo nodig in te kunnen grijpen als de geleverde prestaties de toets der kritiek niet kunnen doorstaan.

Mag het bestuur die verantwoordelijkheid overlaten aan anderen? Dat lijkt ons in slechts beperkte mate mogelijk. De Hoge Raad heeft in verscheidene arresten uiteengezet dat bestuurders moeten instaan voor hun eigen deskundigheid.[28] Wij nemen op grond daarvan aan dat eigen deskundigheid niet door uitbesteding kan worden verkregen.

8 De 'trusteefunctie' van de beheerder

Uitbesteding door de opdrachtnemer kan ertoe leiden dat de opdrachtgever op grote afstand komt te staan van degene die uiteindelijk de beslissingen neemt met betrekking tot het vermogensbeheer. De Commissie Beleggingsinstellingen (de 'Commissie') wil die afstand verkleinen. In haar rapport doet de Commissie aanbevelingen om de 'trusteefunctie' van de beheerder te versterken. Zij stelt maatregelen voor die moeten bevorderen dat de beleggingsinstelling uitsluitend wordt beheerd in het belang van de beleggers.[29]

De Commissie bespreekt onder meer de situatie dat het bestuur van een beleggingsmaatschappij een 'aparte' beheerder heeft.[30] Zij constateert dat het bestuur van de beleggingsmaatschappij onder die omstandigheden 'volledig bestuursverantwoordelijkheid' draagt, maar deze in feite niet kan dragen omdat de relevante beslissingen aangaande het beleggingsbeleid, het risicobeheer en de naleving van wet- en regelgeving worden genomen door de aparte beheerder. De Commissie is van mening dat in dat geval sprake is van een gebrekkige governance van de beleggingsmaatschappij. 'Om dit

vacuüm in de bestuursverantwoordelijkheid bij beleggingsmaatschappijen op te vullen beveelt de Commissie aan dat wordt voorgeschreven dat in een dergelijk geval de beheerder formeel deel uitmaakt van het bestuur van de beleggingsmaatschappij.[31] De voorzitter van de Commissie (prof. mr. Jaap Winter) heeft ons laten weten dat de Commissie met deze aanbeveling beoogd heeft uitsluitend een regeling te treffen voor de situatie waarbij een beheerder (de normadressant in de nieuwe Wet toezicht beleggingsinstellingen en het Besluit toezicht beleggingsinstellingen 2005) als vergunninghouder één of meer beleggingsmaatschappijen opricht en deze openstelt voor beleggers. Bij de beleggingsmaatschappij met een aparte beheerder zijn beheer en bewaring gescheiden. De beheerder is onderworpen aan de publiekrechtelijke verplichtingen uit hoofde van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 en de Wet toezicht beleggingsinstellingen. De rol van het bestuur van de beleggingsmaatschappij is in die constellatie van ondergeschikte betekenis: vennootschapsrechtelijk noodzakelijk (en verantwoordelijk voor de nakoming van vennootschapsrechtelijke verplichtingen met betrekking tot boekhouding en jaarrekening), maar in publiekrechtelijke zin irrelevant en genegeerd, aldus Winter.

Door de beheerder te benoemen tot bestuurder van de beleggingsmaatschappij wil de Commissie dit manco herstellen. Daardoor wordt de beheerder medeverantwoordelijk voor de nakoming van de civielrechtelijke verplichtingen door de beleggingsmaatschappij, onder meer ook jegens de aandeelhouders.

Wij betwijfelen of de oplossing die de Commissie aandraagt, de meest wenselijke is. De beheerder zal als bestuurder van de beleggingsmaatschappij van doen hebben met één of meer medebestuurders. Hoe moet hij zich opstellen als hij in het bestuur van de beleggingsmaatschappij wordt 'overruled' of als er een impasse is? Is hij bereid om zonder meer alle verantwoordelijkheden te aanvaarden die aan de hoedanigheid van bestuurder zijn verbonden of zal hij eisen dat de beleggingsmaatschappij hem vrijwaart voor de gevolgen van eventuele aansprakelijkheid? Bovendien dreigt een nieuw belangenconflict; de beheerder staat in een contractuele verhouding met een beleggingsmaatschappij waarvan hij zelf bestuurder is. In de laatste hoedanigheid zal hij zijn eigen prestaties als extern beheerder moeten beoordelen. Dat lijkt ons uit een oogpunt van goede 'governance' suboptimaal.

In essentie leidt de aanbeveling van de Commissie er toe dat in geval van algehele uitbesteding door een opdrachtnemer (beleggingsmaatschappij), de onderopdrachtnemer ten opzichte van de opdrachtgevers (aandeelhouders) verantwoordelijkheid aanvaardt voor de wijze waarop het vermogensbeheer plaatsvindt. Wij zouden dit liever wettelijk willen regelen, in algemene zin en niet slechts voor de beleggingsmaatschappij met een aparte beheerder. Het Amerikaanse trustrecht kent een regeling die tot voorbeeld strekt. Die komt in grote lijnen hierop neer dat de onderopdrachtnemer ten opzichte van de begunstigden van de trust (de beneficiaries c.q. de opdrachtgevers) gebonden is aan de fiduciaire verplichtingen die gelden voor de trustee (de opdrachtnemer). Als de onderopdrachtnemer die verplichtingen niet nakomt, is hij ten opzichte van de beneficiaries aansprakelijk. De trustee (opdrachtnemer) is ten opzichte van de beneficiaries niet aansprakelijk voor de gedragingen van de onderopdrachtnemer, indien hij (i) de onderopdrachtnemer zorgvuldig heeft geselecteerd, (ii) de uitbesteding van het vermogensbeheer (binnen het kader van de trustvoorwaarden) nauwkeurig heeft omschreven en (iii) de prestaties van de onderopdrachtnemer periodiek heeft beoordeeld.[32]

9 Aansprakelijkheid

Naar Nederlands recht is de deskundigheid van een opdrachtnemer medebepalend voor de eisen die aan hem worden gesteld. Aan een professionele opdrachtnemer die zich laat voorstaan op zijn deskundigheid worden hogere eisen gesteld dan aan de opdrachtnemer die belooft te zullen presteren naar gelang zijn subjectieve vermogen toereikend is. Van een professionele opdrachtnemer wordt verlangd dat de kwaliteit van zijn prestaties ten minste

voldoet aan de eisen die gelden voor een redelijk bekwaam en redelijk handelend vakgenoot.[33] De vergelijkingsmaatstaf is de professionele vermogensbeheerder. Als de vermogensbeheerder prestaties levert die niet voldoen aan deze kwaliteitseis en de opdrachtgever als gevolg daarvan schade lijdt, is de vermogensbeheerder voor die schade in beginsel aansprakelijk, op de voet van art. 6:74 BW. Het gevolg daarvan is dat de vermogensbeheerder ten opzichte van zijn opdrachtgevers schadeplichtig kan zijn. Uitbesteding door de vermogensbeheerder mag er niet toe leiden dat de opdrachtgevers genoeg moeten nemen met prestaties die onderdoen voor de kwaliteit die zij mogen verwachten van hun opdrachtnemer. Uitbesteding zou er evenmin toe moeten leiden dat de opdrachtgevers beperkt worden in hun verhaalsacties, indien zij niet de prestaties krijgen waar zij op grond van de overeenkomst op mogen rekenen. Daarom blijft de vermogensbeheerder die taken uitbesteedt in beginsel civielrechtelijk aansprakelijk jegens zijn opdrachtgevers voor het handelen of nalaten van door hem ingehuurde onderopdrachtnemers. Dit volgt uit art. 6:76 BW: 'Maakt de schuldenaar bij de uitvoering van een verbintenis gebruik van de hulp van andere personen, dan is hij voor hun gedragingen op gelijke wijze als voor eigen gedragingen aansprakelijk'[34]

Vaak is het echter zo dat in een overeenkomst van onderopdracht de civielrechtelijke aansprakelijkheid voor de gedragingen van onderopdrachtnemers wordt beperkt. Vermogensbeheerders met internationale faam zijn daarvan een voorbeeld. Zij nemen vergaande aansprakelijkheidsbeperkingen op in hun contracten. Alleen partijen met voldoende onderhandelingskracht zijn in staat om aansprakelijkheid te bedingen voor toerekenbaar tekortschieten door dergelijke vermogensbeheerders. En zelfs indien zijn aansprakelijkheid komt vast te staan, zal vaak blijken dat de vermogensbeheerder onvoldoende gekapitaliseerd is om de schade aan een professionele belegger c.q. opdrachtgever te kunnen vergoeden.

In een keten van uitbestedingsrelaties - in de DNB Beleidsregels is sprake van 'hoofduitbesteding' en 'onderuitbesteding' - nemen de beperkingen van de aansprakelijkheid toe. Zo zal de door een pensioenfonds ingehuurde managementorganisatie die op haar beurt onderopdrachtnemers aanstelt (waaronder vermogensbeheerders) meestal alleen aansprakelijkheid aanvaarden voor een zorgvuldige selectie en contractering van die onderopdrachtnemer.[35]

De beperkingen van aansprakelijkheid in deze gestapelde agency-verhoudingen, gaan uiteindelijk ten koste van de opdrachtgevers van de vermogensbeheerder. Zij lopen het risico dat ergens in die keten schade niet geheel wordt vergoed, en de niet vergoede schade evenmin wordt gedragen door een ander.

De vraag rijst hoe het risico kan worden beperkt dat opdrachtgevers schade lijden (waaronder ook 'opportunity losses') als gevolg van tekortschietende prestaties door een vermogensbeheerder of zijn onderopdrachtnemers. De beste waarborg lijkt ons een goed presterende vermogensbeheerder die optimaal 'in control' is wat betreft zijn kerntaken. 'Control' staat echter op gespannen voet met uitbesteding.[36]

10 Effectief toezicht

Goed presterende vermogensbeheerders zijn om meer redenen in het belang van de toezichthouder. Het aantal financiële instellingen is groot, de financiële belangen zijn enorm en de capaciteit van de toezichthouders is beperkt. Als het goed is zal een financiële instelling die beneden de maat presteert, zélf orde op zaken stellen. Een deskundige ondernemingsleiding zal verbeteringen in gang zetten als zij door een goed functionerende compliance-afdeling tijdig wordt geïnformeerd over mogelijke gebreken in de dienstverlening. Dit voorkomt dat problemen escaleren en het vertrouwen in de instelling ter

discussie komt te staan. Een financiële instelling met voldoende 'zelfreinigend vermogen' heeft geen ingrijpen van de toezichthouder nodig. Daardoor kan de toezichthouder zijn beperkte capaciteit elders inzetten.[37]

De toezichthouder die niet ingrijpt in een slecht functionerende vermogensbeheerder loopt het risico door de opdrachtgevers aansprakelijk te worden gesteld voor de schade.[38] Dit blijkt uit de uitspraak van het Hof Den Haag inzake *Vie d'Or*, een verzekeringsmaatschappij die als gevolg van wanbeleid in financiële problemen kwam.[39] In dit arrest oordeelt het hof het nalaten van de Verzekeringskamer onrechtmatig, aangezien zij niet heeft gehandeld als van een redelijk handelend toezichthouder mocht worden verwacht. Als gevolg daarvan is de Verzekeringskamer in beginsel schadeplichtig jegens de gedupeerden. Daaraan ten grondslag ligt de overweging van het hof dat de Verzekeringskamer ten onrechte niet heeft besloten tot de benoeming van een stille bewindvoerder, nu het belang van bestaande en toekomstige polishouders een dergelijk ingrijpen onverwijld noodzakelijk maakte.

In cassatie staat waarschijnlijk centraal de vraag of de rechter de beleidsvrijheid van de toezichthouder slechts marginaal dan wel volledig mag toetsen. Het hof kiest voor een ruime toetsingsbevoegdheid:

'De vraag of het optreden van de Verzekeringskamer beantwoordt aan hetgeen van een redelijk handelend toezichthouder gevergd mag worden, moet van geval tot geval beantwoord worden aan de hand van alle relevante omstandigheden. Daarbij is het weliswaar zo dat bij de uitoefening van bepaalde bevoegdheden die door de wet aan de Verzekeringskamer zijn toegekend de Verzekeringskamer een zekere beleidsvrijheid heeft en dat de rechter met die beleidsvrijheid rekening zal moeten houden, maar dit betekent niet dat het optreden van de Verzekeringskamer slechts marginaal mag worden getoetst. Ook in gevallen waarin aan de Verzekeringskamer beleidsvrijheid toekomt, is de maatstaf of de Verzekeringskamer als een redelijk handelend toezichthouder heeft gehandeld en die toetsing is een volledige toetsing op zorgvuldigheid en niet een marginale.'

Uitbesteding kan ertoe leiden dat de complexiteit van het toezicht toeneemt. Dit legt extra beslag op de capaciteit van de toezichthouder en brengt risico's voor haar mee. Dit impliceert dat ook vanuit de optiek van de toezichthouder waakzaamheid is geboden indien een vermogensbeheerder zijn kerntaken (nagenoeg) geheel wil uitbesteden.

11 Samenvatting

Op een overeenkomst tot vermogensbeheer zijn art. 7:400-423 BW rechtstreeks dan wel analogisch van toepassing. De wetgever onderkent dat de overeenkomst van opdracht aanleiding geeft tot belangentegenstellingen tussen opdrachtnemer en opdrachtgever. Zowel de opdrachtgever, de vermogensbeheerder als de toezichthouder moeten erop toezien dat een vermogensbeheerder handelt in overeenstemming met zijn verplichtingen ('compliance'). Daarmee zijn hoge kosten gemoeid. De met uitbesteding samenhangende risico's en de kosten van het toezicht worden in de economische literatuur aangeduid als agency-effecten. De beheersing van de daarmee samenhangende risico's verdient bijzondere aandacht, in het bijzonder ook bij vermogensbeheer en bij financiële dienstverlening in het algemeen.

Uitbesteding kan bijdragen aan een efficiënte bedrijfsvoering en een effectieve organisatie. Zowel de vermogensbeheerder als zijn opdrachtgevers kunnen daarvan profiteren.

Uitbesteding kan echter ook afbreuk doen aan de kwaliteit en de continuïteit van de dienstverlening. Wij menen dat telkens in individuele gevallen zou moeten worden beoordeeld of uitbesteding bijdraagt aan de kwaliteit van een betrouwbare dienstverlening dan wel daaraan afbreuk doet. Een vermogensbeheerder zal de voor- en nadelen van uitbesteding zorgvuldig moeten afwegen. Als hij wil overgaan tot uitbesteding zal hij een uitbestedingsbeleid moeten ontwikkelen. Uit een oogpunt van bestuurlijke verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid dient een vermogensbeheerder zijn

bedrijfsprocessen en de daarmee samenhangende risico's te beheersen; hij dient 'in control' te zijn. De vermogensbeheerder die (nagenoeg) alle kerntaken uitbesteedt kan moeilijk aan deze eis voldoen. Dit behelst een risico voor de vermogensbeheerder, voor zijn bestuurders en zijn opdrachtgevers. Uit het *Vie d'Or*-arrest blijkt dat in dat geval ook de AFM en DNB een risico lopen.

Voetnoot

[1]

Prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, hoogleraar burgerlijk recht aan de Radboud Universiteit Nijmegen., Prof. mr. R.H. Maatman, hoofd juridische en fiscale zaken Stichting Pensioenfonds ABP en hoogleraar vermogensbeheer aan de Radboud Universiteit Nijmegen.

[2]

Vgl. C.M. Grundmann-van de Krol, 'Actualiteiten', in: *TvE* 2002-2. Zie ook haar *Koersen door het effectenrecht* (2004), p. 224-226.

[3]

Soms spelen andere achtergronden een rol. Zo overweegt de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid om pensioenfondsen te verplichten al hun activiteiten uit te besteden. Europeesrechtelijke ontwikkelingen zouden daartoe nopen. Vgl. de brief d.d. 29 oktober 2004 van de Minister van SZW aan de Stichting van de Arbeid inzake 'Alternatief uitvoeringsmodel pensioenregelingen' en het persbericht van SZW d.d. 2 november 2004, te downloaden van www.szw.nl.

[4]

Zie ook G.M.T.J. Raaijmakers, 'Zorgvuldig vermogensbeheer voor professionelen', in: *Trust en onderneming*, § 2.2.

[5]

Nader over vermogensbeheer als opdracht: Maatman, diss. § 6.6 en de daar vermelde literatuur.

[6]

C.M. Grundmann-van de Krol, *Het effectenrecht tussen publiek- en privaatrecht*, p. 13-14 en p. 33; E.C. Du Perron, 'Zorgplicht', in: *Leerboek Effectenrecht*, p. 138; P.J. van der Korst, 'Aansprakelijkheid van de vermogensbeheerder, zijn bestuurders en zijn ondergeschikten jegens zijn cliënten', in: *Aansprakelijkheid in beroep, bedrijf of ambt*, Serie Onderneming en Recht, deel 25, p. 653-672; M.R. Mok, Voorwoord bij het Jaarverslag Klachtencommissie DSI 1998-2000.

[7]

Bij een zelfadministrerend pensioenfonds zijn het vermogen en de managementorganisatie geïntegreerd in één rechtspersoon. Voorbeelden zijn ABP, PGGM en Unilever Pensioenfonds 'Progress'.

[8]

In de economische literatuur wordt een agency-verhouding aangeduid als: 'a contract under which one or more persons - the principal(s) - engage another person - the agent - to perform some service on their behalf that involves delegating some decision-making authority to the agent'. Vgl. M.C. Jensen, *A theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Harvard University Press, p. 85-86; M.C. Jensen & W.H. Meckling, 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure', in: *Journal of Financial Economics* 1976-3.

[9]

Vgl. het rapport van de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen, § 5.1: 'De scheiding tussen degenen die het financieel belang in de beleggingsinstelling houden en degenen die het beleid van de beleggingsinstelling bepalen is vrijwel steeds volledig'.

Zie ook § 5.3.1 over de 'trusteefunctie' bij beleggingsinstellingen. Nader over dit rapport in *Ondernemingsrecht* 2005-4.

- [10] Vgl. de memorie van toelichting bij de Wet financiële dienstverlening, *Kamerstukken II* 2004/05, 29 507, nr. 3, § 2. Een voorbeeld is de vermogensbeheerder die voor zijn opdrachtgever moet kiezen uit twee producten: een liquide beleggingsproduct dat de opdrachtgever in staat stelt de relatie met de vermogensbeheerder op korte termijn kosteloos te verbreken of een illiquide product dat leidt tot een langdurige relatie tussen de vermogensbeheerder en zijn opdrachtgever (en de daarbij horende beheervergoeding). De vermogensbeheerder staat bloot aan de verleiding om te kiezen voor de belegging die tevens zijn eigen belang dient. De eventuele complexiteit van het illiquide product biedt hem mogelijkheden die keuze te verdedigen.
- [11] Vgl. bijvoorbeeld de Uniform Prudent Investor Act (1995) waarover Maatman in *Ondernemingsrecht* 2003-17.
- [12] Vgl. ook art. 1 lid 1 onder *a* Richtlijn nr. 2003/41/EG betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening.
- [13] Vgl. J.M. van Dijk, *Preadvies voor de Vereniging Effectenrecht* (2004), hoofdstuk 5. In de memorie van toelichting bij de Wet financiële dienstverlening wordt een poging gedaan de kosten te kwantificeren, vgl. *Kamerstukken II* 2004/05, 29 507, nr. 3, § 10.
- [14] Vgl. het BIS consultatiedocument 'The compliance function in banks' van oktober 2003, te downloaden van www.bis.org. De compliance-functie wordt daarin gedefinieerd als (p. 3): 'An independent function which identifies, assesses, advises, monitors and reports on the bank's compliance risk, that is, the risk of legal or regulatory sanctions, financial loss, or loss to reputation a bank may suffer as a result of its failure to comply with all applicable laws, regulations, codes of conducts and standards of good practice'.
- [15] Jaargang 2004 van JOR biedt een aaneenschakeling van voorbeelden.
- [16] Vgl. de DNB Regeling uitbesteding verzekeraars en de Beleidsregel uitbesteding pensioenfondsen d.d. 22 januari 2004, *Stcrt.* 2004, 20.
- [17] Vgl. L.E. Schouten, 'Compliance: ook bij uitbesteden', in: *Tijdschrift voor Compliance* 2004-6; Maatman, § 6.9.2; Allen & Overby/Boer & Croon, *Pension Fund Governance*, p. 42-43.
- [18] Dit blijkt bijvoorbeeld uit de Beleidsregel Uitbesteding Beleggingsinstellingen (Circulaire DNB 11 januari 2002), de AFM 'Interpretatieve mededeling met betrekking tot uitbesteding door financiële instellingen' d.d. 21 januari 2004, te downloaden van www.afm.nl; de Regeling uitbesteding verzekeraars en de Beleidsregel uitbesteding pensioenfondsen d.d. 22 januari 2004, *Stcrt.* 2004, 20.
- [19] Vgl. het in de vorige noot aangehaalde AFM-document.
- [20] Vgl. bijvoorbeeld Preambule punt 25 en art. 13 Pensioenrichtlijn d.d. 3 juni 2003, Richtlijn nr. 2003/41/EG; art. 13 en art. 18 van de Richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten d.d. 21 april 2004, Richtlijn nr. 2004/39/EG. Zie ook vraag 5

van het CESR Consultatiedocument [04-603b] 'Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments'; de FSA's guidance to financial institutions in relation to outsourcing (FSA Policy Statement 142). Nader daarover M. Taylor, 'Financial Services Outsourcing and the FSA's Guidelines', *JIBFL* 2004, p. 405-410.

[21]

Zie www.bis.org/publ/joint12.pdf.

[22]

Art. 43 lid 2 NRgt 2002. Vgl. ook art. 1 onder *e* van het Besluit van 26 juni 2002, *Stcrt.* 2002, 120, laatstelijk gewijzigd bij Besluit van 7 februari 2003, *Stcrt.* 2003, 28 (Vrijstellingsregeling Wet toezicht kredietwezen 1992), alwaar elk pensioenfonds (ongeacht de omvang) wordt aangeduid als een professionele marktpartij.

[23]

Vgl. art. 43 lid 1 NRgt 2002.

[24]

Vgl. ook de definitie van J.M. van Dijk in zijn preadvies voor de Vereniging Effectenrecht (2004), p. 43: 'Een professionele partij is een persoon die door zijn activiteiten op de financiële markt over een zodanige deskundigheid beschikt of behoort te beschikken, dat hij zich zelfstandig een oordeel kan vormen omtrent de door hem te verkrijgen of verkregen financiële producten en, voor zover nodig, de ondernemingen of instellingen die voor de uit die financiële producten voortvloeiende verplichtingen aansprakelijk zijn.'

[25]

Vgl. Bijlage II. Zie ook art. 71 lid 6 van deze Richtlijn: 'Een beleggingsonderneming mag een bestaande professionele cliënt als zodanig blijven beschouwen, mits de beleggingsonderneming deze cliënt in deze categorie heeft ingedeeld op basis van een adequate beoordeling van de deskundigheid, ervaring en kennis van de cliënt, die gezien de aard van de beoogde transacties of diensten een redelijke waarborg biedt dat de cliënt zijn eigen beleggingsbeslissingen kan nemen en de daarmee verbonden risico's begrijpt. De beleggingsonderneming stelt haar cliënten op de hoogte van de in de richtlijn gestelde voorwaarden met betrekking tot de categorie-indeling van cliënten.'

[26]

In gelijke zin: art. I van de Circulaire DNB d.d. 11 januari 2002 ('Beleidsregel uitbesteding'); art. 3 Besluit van 22 januari 2004, *Stcrt.* 2004, 20 ('Beleidsregel uitbesteding pensioenfondsen'); C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door het effectenrecht* (2004), p. 224; J.J.J. Schutte, 'Outsourcing en toezicht bij banken, effecteninstellingen en beleggingsinstellingen', *TvE* 2003, p. 16. E. Haaksma & M. Overbeek, 'Eisen aan uitbesteding', in: *Pensioen Bestuur en Management* 2004-3, p. 29. Vgl. ook Allen & Overy/Boer & Croon, a.w., p. 24-25; Maatman, diss. 2004, p. 58.

[27]

Vgl. Van Dijk, a.w., hoofdstuk 3. Zie ook Maatman, diss. 2004, p. 188-202.

[28]

HR 10 januari 1997, *NJ* 1997, 360 (*Staleman*); HR 29 november 2002, *NJ* 2003, 455 (*Schwandt-Berghuizer Papierfabriek*) en HR 4 april 2003, *NJ* 2003, 538 (*Skipper Club-Jaarsma*). Vgl. ook Myners, *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, p. 50.

[29]

Vgl. p. 42-45 van het Rapport Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen d.d. 22 december 2004, te downloaden van www.afm.nl. De Commissie refereert hiermee aan de 'solely in the interest rule', een subnorm van het loyaliteitsbeginsel. Vgl. Maatman,

diss., § 7.8.

[30]

Dat zijn de bewoordingen van art. 2 van het ontwerp Besluit toezicht beleggingsinstellingen 2005 (*Kamerstukken II* 2004/05, 28 998, nr. 11): 'Het bij of krachtens dit besluit bepaalde ten aanzien van een beleggingsinstelling die een beleggingsmaatschappij met aparte beheerder is, is gericht tot de beheerder.'

[31]

Rapport, p. 45. De kritiek die daarin besloten ligt wordt impliciet onderschreven door Eliot Spitzer in zijn 'testimony' d.d. 4 november 2003 voor het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden over misstanden in de 'Financial Services Industry': 'Mutual funds are owned by their shareholders and are led by a board of directors. But the funds tend not to have any employees, instead contracting out for advisory, management, marketing and investment services. Funds that manage tens of billions of dollars operate without a single, full-time employee. The directors are supposed to be the stewards of their shareholders' investments, but too often act at the behest of the advisory and management companies that run the funds' day-to-day operations.' Vgl. www.oag.state.ny.us.

[32]

Vgl. J.H. Langbein, *Pension and Employee Benefit Law*, p. 650 en p. 654-655; Section 6 en 7 van de Uniform Management of Public Employee Retirement Systems Act (1997). Zie ook Section 9 van de Uniform Prudent Investor Act en Section 807 van de Uniform Trust Code. Een dergelijke regeling is niet vreemd aan het systeem van het Nederlandse recht, vgl. art. 7:404 BW.

[33]

K. Frielink, 'De zorgplicht en bijzondere zorgplicht van effecteninstituten', *JORplus* 2002, p. 41: 'een vermogensbeheerder [behoort] te handelen zoals in redelijkheid mag worden verlangd van een over voldoende inzicht en ervaring beschikkende vermogensbeheerder die zijn taak met nauwgezetheid en inzet verricht.' Zie ook HR 9 juni 2000, *NJ* 2000, 460 (*Beroepsaansprakelijkheid advocaat*); HR 26 april 1991, *NJ* 1991, 455 (*Benjaddi-Neve*). Zie ook art. 7:453 BW ten aanzien van de overeenkomst inzake geneeskundige behandeling (als species van de overeenkomst van opdracht). Daarin wordt van de geneeskundig hulpverlener geëist dat hij de zorg van een goed hulpverlener in acht neemt, daarbij handelt in overeenstemming met de op hem rustende verantwoordelijkheid, voortvloeiende uit de voor hulpverleners geldende professionele standaard.

[34]

Art. 6:76 BW. De Hoge Raad heeft het toepassingsbereik van dit artikel beperkt: de kring van personen waarop art. 6:76 BW betrekking heeft, moet niet ruim worden getrokken. Zij moet voorts worden beperkt tot personen van wie de hulp wordt gebruikt bij de uitvoering van de verbintenis ten aanzien waarvan de aansprakelijkheid in het geding is. Vgl. HR 14 juni 2002, *NJ* 2002, 495 (*Geldnet*).

[35]

In de UK is een dergelijke aansprakelijkheidsbeperking bij wet geregeld ten behoeve van de trustees van een pensioenfonds. Section (34)(2) van de Pensions Act 1995 geeft de bevoegdheid aan trustees 'to delegate their investment duties'. Als zij van die bevoegdheid gebruikmaken zijn zij 'not responsible for the act or default of any fund manager in the exercise of any discretion delegated, provided they have taken "reasonable steps" to satisfy themselves that the fund manager has the appropriate knowledge and experience'. In de VS geldt een vergelijkbare benadering, zie Section 9 van de UPIA.

[36]

Vgl. ook bepaling II.1.4 van de Nederlandse Corporate Governance Code. Het bestuur van een beursgenoteerde onderneming verklaart 'dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen adequaat en effectief zijn en geeft (...) een duidelijke onderbouwing hiervan'. Een vermogensbeheerder die alle activiteiten uitbesteedt zal moeite hebben met deze verklaring, zo lijkt ons.

[37]

Vgl. DNB-directeur Schilder in een voordracht op 16 oktober 2003: 'Hoe professioneler de compliance functie, hoe meer wij er op kunnen vertrouwen dat wanneer zaken desondanks mis kunnen gaan, dit tijdig wordt gesignaleerd en aan de bevoegde organen wordt voorgelegd, maar waar nodig ook aan ons als toezichthouder. Want de uiteindelijke doelstelling van DNB is een integer, en daardoor ook stabiel financieel stelsel. Integriteit heeft ook daarmee te maken. Het integriteitsrisico is gedefinieerd als een aantasting van niet alleen de reputatie, maar ook de bestaande of toekomstige bedreiging van vermogen en resultaat van de instelling.'

[38]

Vgl. C.M. Grundmann-van de Krol, *Het effectenrecht tussen publiek- en privaatrecht*, p. 14.

[39]

Hof Den Haag 27 mei 2004, *JOR* 2004/206. Het oordeel van de Ondernemingskamer waarbij wanbeleid werd vastgesteld bleef onaangetast in HR 31 mei 2000, *NJ* 2000, 555 (*Vie d'Or*). Nader over dit arrest Maatman, diss., § 5.9 en 5.10.

Copyright © Kluwer 2012
Kluwer Online Research

Dit document is gegenereerd op 22-06-2012

Op dit document zijn de algemene leveringsvoorwaarden van Kluwer van toepassing.